

中國經濟新常态 未必可「保七」

國際
視野



潘迪藍
Gavekal
Dragonomics
資深經濟師

將GDP（國內生產總值）的增長目標由過去3年的大約7.5%，調低至2015年的大約7%，中國大陸的領導人終於接受了經濟增長必定會放緩的現實。這是一件好事。它意味着，政治壓力小一些，內地不必為了追求不切實際的增長目標，而去拼命舉債以及繼續經營高污染的工廠。事實上，在過去半年左右，內地官方的宣傳機器一直在以「適應新常態」的口號，來將較慢的經濟增長大肆宣揚成好處。但是，以迷戀經濟增長數字見稱的內地領導人究竟將他們的期望調低了多少？我們擔心還不太夠。

儘管中國今年的經濟增長或許可以達到大約7%（實際可能略低一點），但在未來幾年進一步放緩，看來是無可避免。

官方未定義「中高增長」7%屬市場揣測

「新常態」的口號有點模糊性和模稜兩可，因為它沒有附帶增長數字。官方的聲明只提及「由高增長過渡至中高增長」，並未為「中高增長」下定義。但中國當權者似乎認為，「中高增長」是指至少7%的增長。中國國務院內部的智囊——國務院發展研究中心最近就聲稱，在這個十年的餘下幾年，每年的經濟增長應該是大約7%。

更明顯的是，去年8月喊出「新常態」口號的那篇《人民日報》評論表示，要達到2020年的GDP比2010年翻一番（增長一倍）的目標，每年7.5%的經

濟增長已經「足夠」。（事實上，由於之前幾年的經濟增長較高，要實現這一目標，在2015年至2020年間，中國只需要6.6%的經濟增長。）

實際上，這個口號似乎意味着，中國已經放棄了追求10%的經濟增長，但仍然希望保持着至少7%的經濟增長。我們認為，這是不可能的，至少有三個原因：歷史、住房和槓桿問題。

信貸增速放緩 GDP增長勢下降

首先談談槓桿問題。自從中國在2009年推出龐大的刺激經濟計劃以來，這就成為中國其中一個關鍵經濟問題。中國國債的增長速度遠遠高於其GDP，這個比例甚至比美國在金融海嘯之前還要高，幾乎沒有人異議，這是不可持續的。

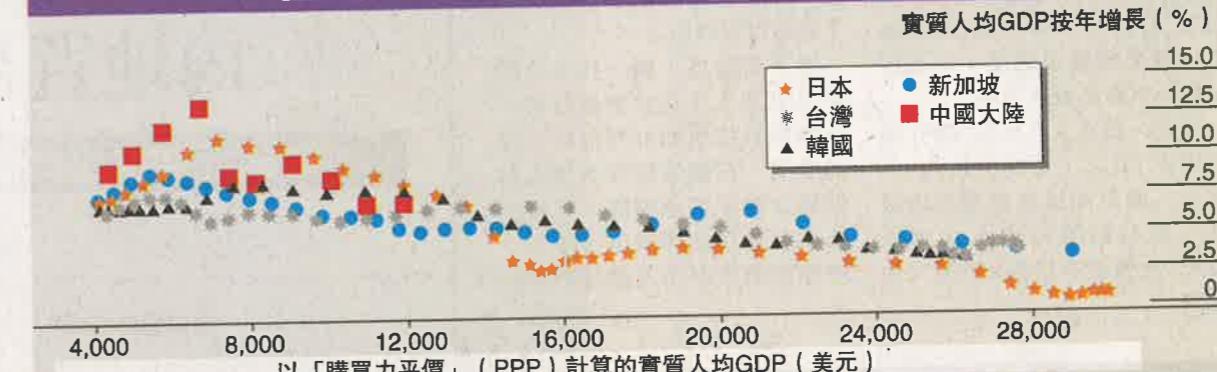
事實上，在過去兩年，中國大陸政府已經下調了信貸增長速度。後者現在還不到最高峰的一半。但這個調整過程還只是剛剛開始，仍需要相當時間——因為內地的信貸總量現時每年仍然以大約14%的速度增長，遠遠超過8%的名義GDP增長率。

若有關當局要令內地的總負債率停止螺旋式上升，內地的信貸增長速度將需要進一步放緩。可是，若出現這種情況，其GDP增長速度亦將會放緩。這或多或少就是台灣在1990年代中期的情形——當時的台灣政府控制了槓桿問題，但代價就是GDP增長速度下降。

當然，中國可以繼續保持信貸快速增長，但日本的例子表明，這種政策導致的極端供應扭曲，最終反而會拖慢經濟增長。

其次，內地住房市場的情況，亦不支持中國的經濟增長已經穩定下來的說法。內地房地產市場的繁榮，顯然是2001年至2010年間平均經濟增長達到10%或以上的其中一大驅動力。但是，由2011年起，內地

亞洲經濟體增長速度與發展水平關係



資料來源：Gavekal Research

明報製圖

樓市已明顯冷卻，各項建造業指標的增長率已由10%至20%下降至低個位數。

這種變化的結果不難看到：鐵礦石和煤炭的價格已經崩盤，重工業板塊的盈利由2012年起基本上毫無增長。但同樣，這種調整還未完成：我們的模型顯示，內地的住房需求已經達到了最高峰，住房建築量將會在未來幾年開始直線下跌。

內房難再成增長動力 板塊調整

換句話說，內地的房地產市場正處於由推動經濟增長轉變為拖慢經濟增長的過程中。這並不意味着，內地經濟的其他板塊會出現災難，因為消費開支的抗跌力仍然相對較高，服務業亦有可觀增長。但是，這也不意味，現時大約7%的GDP增長率會是下限。

最後，歷史雖然未必會重演，但它確實提供了很多有用的例子。中國的決策者可能希望，在這個十年的餘下幾年，經濟增長速度保持穩定在7%至7.5%。但

不論是從經濟邏輯，還是從其他發展中國家的案例，都找不到理據去支持，中國在收入增加和出現結構性變化的情形下，其潛在經濟增長可以長期保持不變。

事實上，其他發展戰略類似中國的亞洲經濟體，在變得較為富裕之後，其經濟增長速度亦全部逐漸和穩定地下降（見圖）。這其實是成功而不是失敗的象徵——因為它們的「追趕」式增長到了現在，已經取得相當大成果，剩下來要「追趕」的已越來越少。

隨着中國的人均GDP以「購買力平價」（Purchasing Power Parity, PPP）計算達到大約1.2萬美元，它已經不再屬於經濟增長可以輕易達到7.5%的那個收入水平。中國的經濟增長速度在未來很可能會一直放緩，而不是穩定在7%或6%或者任何你喜歡的隨意數字。因此，中國大陸的領導人宣佈高增長階段已經結束，國家已進入增長較慢的「新常態」是對的。但他們若以為中國已經完成經濟調整，經濟增長速度不會再放緩，則是錯誤。